

**湘财证券研究所**

电力设备与能源小组

研究员: 冯舜

Tel: 021-68634518-8020

E-mail: fs2855@xcsc.com

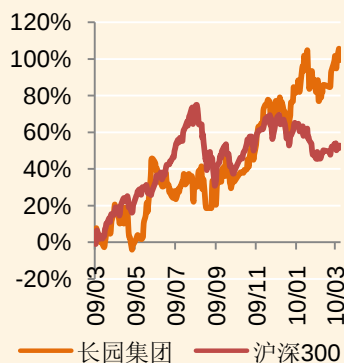
研究员: 侯文涛

Tel: 021-68634518-8227

E-mail: hwt2894@xcsc.com

**6-12 个月目标价: 36.4 元**
**当前股价: 29.88 元**
**基本资料**

|                  |       |
|------------------|-------|
| 总股本 (百万):        | 216   |
| 流通股 (百万):        | 216   |
| 总市值 (亿):         | 64.50 |
| 2010 年 EPS (元):  | 0.91  |
| 2010 年 BVPS (元): | 8.01  |
| 资产负债率:           | 30.0% |

**近一年来长园集团走势**

**相关报告**
**公司调研简报-现有业务显著回升, 股权投资提高长期价值 (091217)**
**公司动态点评-股权激励凸显大股东对当前股价和公司成长的信心 (100127)**
**□ 热缩材料不断向高端应用领域拓展**

2009 年热缩材料业务实现营收 4.36 亿元, 同比增长 19%, 毛利率 36.05%, 同比增长 1.95%。09 年热缩材料在高铁领域取得突破, 高铁领域的不断拓展有利于扩大热缩材料的需求规模和毛利率, 2009 年高铁热缩材料营收达到 6500 万元左右, 占比 15%。另外, 公司将会进一步拓展热缩材料在汽车和核电的应用。公司现在供货的核电热缩材料只是集中在常规岛, 核岛热缩材料领域仍完全有国外产商占据, 一旦核岛领域有所突破, 热缩材料的需求规模和盈利水平将会有比较大的提高。

**□ 3G 手机普及拉动电路保护元件需求**

2009 年电路保护元件实现营收 1.64 亿元, 同比增长 8.94%, 毛利率 39%, 同比增长 11.09%。随着 3G 手机日益普及, 公司在电路保护元件领域的潜力被激发出来。下属子公司上海维安是全球少数掌握 PTC 防护元件核心技术的供应商之一, 也是国内最大的线路保护元器件及保护模块组件供应商, 上海维安紧扣高端手机保护, 积极向动力电池保护渗透, 确立电路保护的全面竞争优势。2010 年随着中国 3G 手机的日益普及, 电路保护元件将进入快速成长期。

**□ 电网设备平稳增长, 积极开发高电压等级产品**

2009 年电网设备实现营收 3.46 亿元, 同比增长 4.94%, 毛利率 48.58%, 同比增长 4.58%。电网设备保持平稳增长。公司 500KV 高压实验大厅落成, 为开发 110KV 以上电缆附件提供了便利。公司开发的 110KV 以上电缆附件下游客户是城市轨道交通, 该等级的电缆附件具有非常大的市场潜力。

**□ PE 投资步入收获期**

公司持股比例 4.13% 的光讯科技已经于 2009 年 8 月 21 日上市, 持股比例达到 12.6% 的深圳和而泰也于 2010 年 1 月 22 日通过中国证监会发审会。公司下属仍有多个子孙公司具备在创业板和中小板上市的实力, 公司 PE 投资步入收获期。

**□ 拟 10 股转增 10 股派 1 元, 上调目标价至 36.4 元, 维持“买入”评级**

公司拟 10 股转增 10 股派 1 元。预计公司 10 年、11 年、12 年的 EPS 分别为 0.91 元、1.09 元、1.31 元, 热缩材料应用面不断拓宽、3G 手机普及拉动电路保护元件需求、电网设备向高电压等级拓展、PE 投资步入收获期, 我们看好公司的长期发展, 上调原目标价 30 元至 36.4 元 (40 倍 PE\*2010 年 EPS), 维持“买入”评级。

| 主要财务指标 (百万元) | 2009  | 2010E | 2011E | 2011E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入         | 970   | 1118  | 1310  | 1540  |
| 收入同比 (%)     | 13%   | 15%   | 17%   | 18%   |
| 归属母公司净利润     | 141   | 197   | 235   | 283   |
| 净利润同比 (%)    | 42%   | 40%   | 19%   | 21%   |
| 毛利率 (%)      | 41.8% | 41.5% | 40.9% | 40.5% |
| ROE (%)      | 9.1%  | 11.4% | 12.2% | 13.0% |
| 每股收益 (元)     | 0.65  | 0.91  | 1.09  | 1.31  |
| P/E          | 45.76 | 32.75 | 27.44 | 22.76 |
| P/B          | 4.15  | 3.73  | 3.33  | 2.96  |

表 1、分业务盈利预测

|            |        |        |        |         |        |        |        |
|------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| (营业收入 百万元) | 2006   | 2007   | 2008   | 2009    | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| 热缩材料       | 225    | 313    | 367    | 436     | 537    | 665    | 825    |
| yoy(%)     |        | 39.30% | 17.00% | 19.00%  | 23.00% | 24.00% | 24.00% |
| 电网设备       | 241    | 360    | 330    | 346     | 367    | 396    | 428    |
| yoy(%)     |        | 49.09% | -8.40% | 4.94%   | 6.00%  | 8.00%  | 8.00%  |
| 电路保护元件     |        | 157    | 151    | 164     | 190    | 223    | 261    |
| yoy(%)     |        |        | -4.09% | 8.94%   | 16.00% | 17.00% | 17.00% |
| 其他         | 8      | 8      | 10     | 23      | 24     | 26     | 27     |
| yoy(%)     |        | 10.13% | 19.01% | 135.79% | 5.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
| 营业收入       | 474    | 839    | 857    | 970     | 1,118  | 1,310  | 1,540  |
| yoy(%)     |        | 76.99% | 2.17%  | 13.16%  | 15.32% | 17.15% | 17.60% |
| (营业成本 百万元) | 2006   | 2007   | 2008   | 2009    | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| 热缩材料       | 137    | 218    | 242    | 279     | 341    | 421    | 522    |
| 电网设备       | 145    | 168    | 185    | 178     | 187    | 202    | 218    |
| 电路保护元件     |        | 120    | 109    | 100     | 114    | 138    | 164    |
| 其他         | 5      | 6      | 7      | 8       | 12     | 13     | 13     |
| 营业成本       | 287    | 512    | 542    | 565     | 654    | 774    | 917    |
| (毛利率)      | 2006   | 2007   | 2008   | 2009    | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| 热缩材料       | 38.97% | 30.45% | 34.10% | 36.05%  | 36.50% | 36.70% | 36.80% |
| 电网设备       | 40.03% | 53.30% | 44.00% | 48.58%  | 49.00% | 49.00% | 49.00% |
| 电路保护元件     |        | 23.71% | 27.91% | 39.00%  | 40.00% | 38.00% | 37.00% |
| 其他         | 34.09% | 30.85% | 29.07% | 66.98%  | 50.00% | 50.00% | 50.00% |
| 综合毛利率      | 39.43% | 39.00% | 36.76% | 41.76%  | 41.49% | 40.90% | 40.45% |

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        |             |              |              |              | 单位: 百万元         |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        | 会计年度            | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
| <b>流动资产</b>    | 924         | 1,195        | 1,388        | 1,652        | <b>营业收入</b>     | 970         | 1,118        | 1,310        | 1,540        |
| 现金             | 275         | 483          | 552          | 666          | 营业成本            | 565         | 654          | 774          | 917          |
| 应收账款           | 412         | 427          | 500          | 588          | 营业税金及附加         | 5           | 5            | 6            | 7            |
| 其他应收款          | 34          | 49           | 58           | 68           | 营业费用            | 100         | 116          | 138          | 157          |
| 预付账款           | 28          | 33           | 39           | 46           | 管理费用            | 123         | 129          | 150          | 175          |
| 存货             | 159         | 185          | 219          | 259          | 财务费用            | 30          | 18           | 14           | 8            |
| 其他流动资产         | 16          | 17           | 20           | 24           | 资产减值损失          | 15          | 3            | 3            | 3            |
| <b>非流动资产</b>   | 1,43        | 1,471        | 1,479        | 1,480        | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 423         | 449          | 469          | 489          | 投资净收益           | 39          | 52           | 70           | 85           |
| 固定资产           | 271         | 303          | 320          | 325          | <b>营业利润</b>     | 172         | 244          | 294          | 358          |
| 无形资产           | 92          | 100          | 102          | 103          | 营业外收入           | 19          | 18           | 18           | 18           |
| 其他非流动资产        | 653         | 619          | 588          | 563          | 营业外支出           | 3           | 3            | 3            | 3            |
| <b>资产总计</b>    | 2,36        | 2,665        | 2,867        | 3,131        | <b>利润总额</b>     | 189         | 259          | 309          | 373          |
| <b>流动负债</b>    | 635         | 757          | 730          | 718          | 所得税             | 31          | 39           | 46           | 56           |
| 短期借款           | 399         | 500          | 460          | 430          | <b>净利润</b>      | 157         | 220          | 263          | 317          |
| 应付账款           | 94          | 105          | 124          | 147          | 少数股东损益          | 17          | 23           | 28           | 34           |
| 其他流动负债         | 142         | 152          | 146          | 141          | <b>归属母公司净利润</b> | 141         | 197          | 235          | 283          |
| <b>非流动负债</b>   | 60          | 43           | 38           | 33           | EBITDA          | 251         | 308          | 360          | 422          |
| 长期借款           | 0           | 0            | 0            | 0            | EPS (元)         | 0.65        | 0.91         | 1.09         | 1.31         |
| 其他非流动负债        | 60          | 43           | 38           | 33           | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 696         | 800          | 768          | 751          | <b>会计年度</b>     | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 少数股东权益         | 113         | 137          | 165          | 198          | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 股本             | 216         | 216          | 216          | 216          | 营业收入            | 13.2%       | 15.3%        | 17.1%        | 17.6%        |
| 资本公积           | 794         | 794          | 794          | 794          | 营业利润            | 45.6%       | 41.6%        | 20.5%        | 21.6%        |
| 留存收益           | 543         | 719          | 924          | 1,172        | 归属于母公司净利润       | 42.2%       | 39.7%        | 19.4%        | 20.5%        |
| 归属母公司股东权益      | 1,55        | 1,729        | 1,934        | 2,182        | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 2,36        | 2,665        | 2,867        | 3,131        | 毛利率 (%)         | 41.8%       | 41.5%        | 40.9%        | 40.5%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率 (%)         | 14.1%       | 14.5%        | 17.6%        | 17.9%        |
| 单位: 百万元        |             |              |              |              | ROE (%)         | 9.1%        | 11.4%        | 12.2%        | 13.0%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | ROIC (%)        | 14.7%       | 18.7%        | 20.5%        | 22.5%        |
| <b>经营活动现金流</b> | 178         | 178          | 148          | 167          | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 净利润            | 157         | 220          | 263          | 317          | 资产负债率 (%)       | 29.5%       | 30.0%        | 26.8%        | 24.0%        |
| 折旧摊销           | 49          | 46           | 52           | 56           | 净负债比率 (%)       | 57.37       | 62.51        | 59.89        | 57.27        |
| 财务费用           | 30          | 18           | 14           | 8            | 流动比率            | 1.45        | 1.58         | 1.90         | 2.30         |
| 投资损失           | -39         | -52          | -70          | -85          | 速动比率            | 1.19        | 1.32         | 1.59         | 1.92         |
| 营运资金变动         | -36         | -36          | -108         | -130         | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 其他经营现金流        | 17          | -19          | -2           | 1            | 总资产周转率          | 0.47        | 0.44         | 0.47         | 0.51         |
| <b>投资活动现金流</b> | -198        | -31          | 5            | 20           | 应收账款周转率         | 3           | 3            | 3            | 3            |
| 资本支出           | 156         | 25           | 25           | 25           | 应付账款周转率         | 6.81        | 6.60         | 6.77         | 6.78         |
| 长期投资           | -46         | 26           | 20           | 20           | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| 其他投资现金流        | -87         | 21           | 50           | 65           | 每股收益 (最新摊薄)     | 0.65        | 0.91         | 1.09         | 1.31         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 137         | 61           | -84          | -73          | 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 0.83        | 0.82         | 0.69         | 0.78         |
| 短期借款           | -235        | 101          | -40          | -30          | 每股净资产 (最新摊薄)    | 7.20        | 8.01         | 8.96         | 10.11        |
| 长期借款           | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 普通股增加          | 49          | 0            | 0            | 0            | P/E             | 45.76       | 32.75        | 27.44        | 22.76        |
| 资本公积增加         | 532         | 0            | 0            | 0            | P/B             | 4.15        | 3.73         | 3.33         | 2.96         |
| 其他筹资现金流        | -211        | -39          | -44          | -43          | EV/EBITDA       | 24          | 19           | 17           | 14           |
| <b>现金净增加额</b>  | 117         | 209          | 69           | 114          |                 |             |              |              |              |

## 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

## 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。